

VALUASI SAHAM PADA PERUSAHAAN SUB SEKTOR FARMASI DENGAN METODE DISCOUNTED CASH FLOW DAN RELATIVE VALUATION PADA PERIODE TAHUN 2013-2020

STOCK VALUATION IN PHARMACEUTICAL SUB-SECTOR COMPANIES USING THE DISCOUNTED CASH FLOW AND RELATIVE VALUATION METHODS IN THE 2013-2020 PERIOD

Afna Dalilah¹, Riko Hendrawan²

^{1,2} Universitas Telkom, Bandung

afnadalillah@student.telkomuniversity.ac.id¹, rikohendrawan@telkomuniversity.ac.id²

Abstrak

Penelitian ini bertujuan untuk melakukan perhitungan nilai wajar saham perusahaan farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Data yang digunakan dalam penelitian ini yaitu data historis dari laporan keuangan 2013-2020 yang dijadikan sebagai dasar untuk proyeksi tahun 2021-2025. Metode yang digunakan dalam penelitian ini yaitu *Discounted Cash Flow* (DCF) dengan pendekatan *Free Cash Flow to the Firm* (FCFF) dan *Relative Valuation* dengan pendekatan *Price to Earning Ratio* (PER) dan *Price to Book Value* (PBV) pada tiga skenario. Tiga skenario yang digunakan yaitu skenario optimis (kondisi di atas pertumbuhan industri), skenario moderat (kondisi yang paling mungkin untuk perusahaan), dan skenario pesimis (kondisi rata – rata industri). Dari hasil penelitian, didapatkan dengan metode DCF-FCFF saham KAEF dan PYFA mengalami kondisi *overvalued* di semua skenario. Sementara, saham KLBF dan DVLA mengalami kondisi *undervalued* di semua skenario. Kemudian dari hasil perhitungan *relative valuation*, masing – masing perusahaan masih berada pada range industri di semua skenario. Secara keseluruhan saham KAEF mengalami *overvalued* sebesar 57,817%, saham KLBF mengalami kondisi *undervalued* sebesar 7,879%, saham DVLA mengalami kondisi *undervalued* sebesar 370,865%, dan saham PYFA mengalami kondisi *overvalued* sebesar 16,662% baik dari sisi DCF maupun *relative valuation*.

Kata kunci: *Valuasi, Discounted Cash Flow, Relative Valuation, Sub Sektor Farmasi.*

Abstract

This research aims at calculating the fair value of shares of pharmaceutical companies listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX). The data used in this research is historical data from the 2013-2020 financial statements, which are used as the basis for projections in 2021-2025. The method used in this research is Discounted Cash Flow (DCF) method with Free Cash Flow to the Firm (FCFF) approach and Relative Valuation method with Price to Earning Ratio (PER) and Price to Book Value (PBV) approaches in three scenarios. The three scenarios used are the optimistic scenario (condition above industry growth), the moderate scenario (the most likely condition for the company), and the pessimistic scenario (the average condition of the industry). The results of the research showed that by using the DCF-FCFF method, KAEF and PYFA stocks experienced overvalued conditions in all scenarios. Meanwhile, KLBF and DVLA stocks were undervalued in all scenarios. Then, from the calculation of the Relative Valuation method, each company was still within the industry range in all scenarios. Overall, KAEF stocks were overvalued by 57.817%, KLBF stocks were undervalued by 7.879%, DVLA stocks were undervalued by 370.865%, and PYFA stocks were overvalued by 16.662% both in DCF method and in Relative Valuation method.

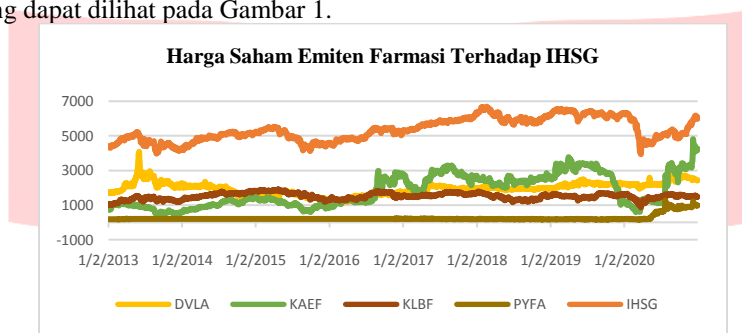
Keywords: *Valuation, Discounted Cash Flow, Relative Valuation, Pharmaceutical Sub-Sector.*

1. Pendahuluan

Industri farmasi di Indonesia merupakan salah satu industri yang memiliki perkembangan cukup pesat dengan pasar yang terus meluas dan berkembang, serta merupakan pasar industri farmasi terbesar di kawasan ASEAN^[1]. Badan Pengawas Obat dan Makanan (BPOM RI) pada tahun 2005 menyebutkan bahwa pertumbuhan farmasi di Indonesia rata – rata mencapai 14,10% per tahun, di mana angka tersebut lebih tinggi daripada angka pertumbuhan ekonomi nasional yang mencapai 5% - 6% per tahun. Namun, menurut Airlangga Hartato Menteri Perindustrian Republik Indonesia industri farmasi masih memiliki kendala pada produksi bahan baku, di mana hampir 90% bahan baku berasal dari kegiatan impor^[12]. Adapun kondisi ekonomi Eropa pada tahun 2011 yaitu defisit anggaran pemerintah disertai dengan adanya rasio hutang per PDB (Produk Domestik Bruto) di beberapa negara bagian Eropa, seperti Yunani, Irlandia, Portugal, dan Spanyol menyebabkan terhambatnya dalam membiayai defisit anggaran

pemerintah. Penggunaan hutang yang tidak efisien dan terarah membuat beban hutang di negara – negara tersebut semakin bertambah, sehingga ketahanan ekonomi negara – negara bagian Eropa mulai melemah^[4].

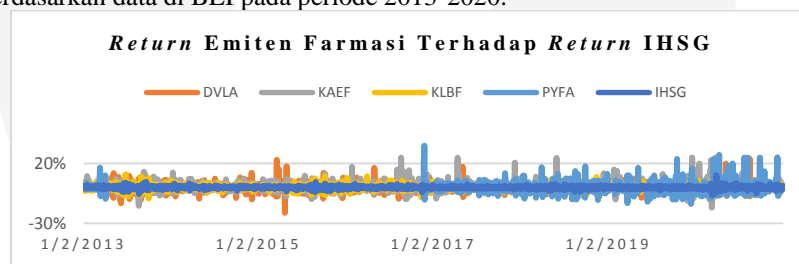
Kondisi ekonomi Eropa tersebut memberikan dampak yang signifikan kepada Indonesia di mana adanya penurunan volume dan nilai ekspor yang tercatat pada tahun 2012, yaitu penurunan sebesar 6,62% dari total ekspor tahun 2011, neraca perdagangan luar negeri mengalami defisit sebesar 1,66 M^[2]. Dampak lainnya yaitu nilai tukar mata uang Rupiah terdepresiasi, sehingga mempengaruhi kinerja sektor industri farmasi yang hampir 90% bahan bakunya berasal dari kegiatan impor. Sebagai negara dengan penduduk terbesar keempat di dunia, kebutuhan masyarakat Indonesia akan obat – obatan sangatlah besar. Sehingga sektor pertama yang menjadi fokus pemerintah untuk terus meningkatkan investasi masyarakat Indonesia yaitu sektor kesehatan terutama di industri farmasi. Adapun data pergerakan harga saham KAEF, KLBF, DVLA, dan PYFA yang merupakan emiten farmasi di Indonesia pada periode 2013-2020 yang dapat dilihat pada Gambar 1.



Gambar 1. Pergerakan Harga Saham Emiten Farmasi terhadap IHSG 2013-2020

Harga saham emiten farmasi tersebut masih berada di bawah IHSG, yang artinya industri farmasi masih berada dibawah rata – rata pasar. Seorang investor yang baik tidak membayar lebih untuk suatu aset daripada nilainya. Karena harga yang dibayarkan untuk suatu aset harus mencerminkan arus kas yang diharapkan akan dihasilkan oleh suatu perusahaan^[3]. Apabila dilihat dari hasil perbandingan CAGR industri farmasi selama tahun 2013 sampai dengan 2020 yaitu sebesar 7.82% dan IHSG sebesar 1.53%, memperlihatkan bahwa industri farmasi merupakan industri yang cukup menjanjikan.

Berinvestasi pada saham merupakan investasi yang tergolong *high risk high return*, yaitu peluang untuk memperoleh keuntungan sangat besar namun apabila tidak dikelola dengan baik maka memiliki kemungkinan kerugian yang besar pula. Oleh karena itu, sangat penting bagi investor untuk melakukan penilaian terhadap saham atau valuasi saham untuk meminimalisir risiko^[11]. Berikut pada Gambar 2 merupakan data dan analisis fluktuasi nilai risiko dan *return* emiten farmasi berdasarkan data di BEI pada periode 2013-2020.



Gambar 2. Tingkat Return Emiten Farmasi terhadap Tingkat Return IHSG 2013-2020

Fluktuasi *return* saham atau volatilitas saham tersebut menunjukkan risiko dari saham itu sendiri, apabila memiliki volatilitas yang tinggi maka investor akan berspekulasi akan mendapatkan keuntungan yang besar dalam jangka waktu yang singkat, namun selain keuntungan yang besar volatilitas yang tinggi juga akan mengakibatkan kerugian yang besar pula^[10].

Metode valuasi saham dapat dilakukan untuk menghindari kerugian dari risiko saham dan membantu dalam peramalan atau *forecasting* volatilitas di masa yang akan datang. Valuasi saham merupakan suatu proses menentukan berapa harga yang sebenarnya (wajar) untuk suatu saham, di mana menghasilkan informasi berupa nilai intrinsik yang akan dibandingkan dengan harga pasar saham sehingga dapat menentukan posisi beli atau jual terhadap suatu saham perusahaan^[14]. Nilai sebenarnya atau nilai intrinsik dari sebuah perusahaan dapat dikaitkan dengan karakteristik keuangannya, seperti prospek pertumbuhannya, profil risiko dan arus kasnya. Apabila terjadi suatu penyimpangan dari suatu nilai wajar saham, maka menunjukkan bahwa saham tersebut mengalami *undervalued* atau *overvalued*^[3]. Nilai intrinsik yang didapatkan dari hasil perhitungan dapat dibandingkan dengan harga pasar, sehingga para investor dapat menentukan posisi pembelian atau penjualan suatu saham.

Berdasarkan fenomena dan uraian di latar belakang, peneliti bermaksud untuk melakukan penelitian yang berjudul “Valuasi Saham pada Perusahaan Sub Sektor Farmasi dengan Metode *Discounted Cash Flow* dan *Relative Valuation* pada Periode Tahun 2013-2020”.

2. Studi Literatur dan Metodologi

2.1 Studi Literatur

Penelitian ini menggunakan beberapa penelitian terdahulu sebagai acuan untuk menentukan metode perhitungan dan cara melakukan perhitungannya, serta menjadi bahan pertimbangan dalam melakukan evaluasi.

Neaxie dan Hendrawan (2018) melakukan penelitian mengenai valuasi saham pada perusahaan telekomunikasi di Bursa Efek Indonesia dengan menggunakan metode *Discounted Cash Flow* (DCF) dan *Relative Valuation*. Data historis yang digunakan yaitu laporan keuangan tahun 2006-2016 untuk melakukan proyeksi tahun 2017-2020. Hasil penelitiannya dengan metode DCF, nilai intrinsik TLKM dan EXCL *undervalued* dan ISAT *overvalued* di skenario optimis. Pada skenario moderat nilai intrinsik TLKM *undervalued*, ISAT dan EXCL *overvalued*. Pada skenario pesimis nilai intrinsik TLKM, ISAT dan EXCL *overvalued*. Dalam pendekatan PER, nilai intrinsik TLKM dan EXCL *undervalued*, dan ISAT *overvalued*. Dalam pendekatan PBV dan EBITDA *multiple*, nilai intrinsik TLKM *overvalued*, dan ISAT dan EXCL *undervalued*^[9].

Hendrawan et al. (2019) dengan judul valuasi saham pada perusahaan semen yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia menggunakan metode DCF-FCFF dan *relative valuation*, di mana data historis yang digunakan yaitu laporan keuangan tahun 2013-2017 untuk melakukan proyeksi tahun 2018-2022. Hasil yang didapatkan yaitu nilai wajar pada INTP *overvalued* di semua skenario, SMCB dan SMBR *overvalued* di skenario pesimis tetapi *undervalued* di skenario moderat dan optimis. Dalam perhitungan PER dan PBV, semua skenario merekomendasikan untuk menjual saham INTP dan membeli saham SMCB dan SMBR^[5].

Ivanovska et al. (2014) melakukan penelitian untuk menentukan nilai intrinsik saham di *Macedonian Stock Exchange* dengan menggunakan model valuasi DFCF. Penggunaan DFCF untuk penilaian perusahaan mengevaluasi nilai dari semua peluang investasi perusahaan dibandingkan dengan arus kas yang tersedia yang dapat diarahkan baik kepada *shareholder* maupun kreditor. Hasilnya nilai intrinsik yang dihitung menggunakan DFCF memiliki hasil yang mendekati dengan nilai fundamentalnya atau nilai rata – rata pasar^[6].

Yulfita (2013) melakukan penelitian untuk mengestimasi harga saham pada sektor manufaktur pada periode 2009-2011 dengan metode DDM dan DCF. Hasilnya menunjukkan tidak terdapat perbedaan harga antara harga wajar per lembar saham dengan yang diterbitkan setiap sektor^[14].

Suryanto (2016) melakukan perhitungan nilai intrinsik saham dan memilih saham apa saja yang layak bagi investor untuk berinvestasi pada saham indeks LQ45 pada Februari 2016 dengan metode PER. Kesimpulannya 10 perusahaan dari 13 perusahaan yaitu AKRA, ASII, BBKA, BBNI, BBRI, JSMR, LKPR, MPPA, UNTR, dan UNVR *undervalued*. Sedangkan ADRO, BMRI, dan SCMA dalam kondisi *overvalued*^[11].

Natalia et al. (2019) melakukan penelitian untuk menganalisis nilai wajar saham pada perusahaan – perusahaan yang tergabung dalam sektor barang konsumsi di BEI pada tahun 2013 – 2017 dengan metode DDM dan *relative valuation*. Hasilnya menunjukkan rata – rata ketujuh saham perusahaan pada sektor barang konsumsi pada tahun 2013-2017 dalam kondisi *undervalued*^[8].

Jeletic (2012) mendefinisikan dan memeriksa pendekatan menggunakan arus kas untuk valuasi perusahaan pada tahun 2008-2011. Perspektif penggunaan arus kas (*cashflow*) sebagai alat penilaian yang jelas. Metode yang digunakan yaitu DCF dengan pendekatan FCFF dan FCFE. Didapatkan pasar di Kroasia masih berkembang, sehingga laporan keuangan dapat menjadi lebih akurat dan menjadi pemicu peluang dari model yang lebih maju. *Cash flow* dan *model advanced* lainnya dapat diterapkan di pasar berkembang seperti di Kroasia^[7].

Utamaningsih (2020) menganalisis harga saham perusahaan konstruksi BUMN saat pasar saham di Indonesia sedang *bullish* (harga saham cenderung mengalami penguatan). Menggunakan data historis tahun 2015-2018 untuk melakukan proyeksi selama 5 tahun kedepan dengan metode WACC, Terminal Value dan PBV. Hasilnya yaitu perusahaan memiliki hutang dan biaya penjualan yang tinggi sehingga mengakibatkan *capital structure* menurun. Penurunan tersebut mempengaruhi penilaian investor pada kenaikan harga saham^[13].

2.2 Metodologi Penelitian

Populasi pada penelitian ini yaitu seluruh saham perusahaan terbuka pada sub sektor farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Pemilihan sampel dalam penelitian ini yaitu menggunakan teknik *purposive sampling* dengan menetapkan kriteria sampel, yaitu perusahaan – perusahaan tersebut terdaftar di BEI pada sektor farmasi; perusahaan – perusahaan farmasi tersebut tidak memiliki EBIT bernilai negatif selama periode 2013-2020; dan perusahaan – perusahaan farmasi tersebut memiliki rata – rata tingkat *return* saham bernilai positif selama periode 2013-2020. Adapun daftar perusahaan yang sesuai dengan kriteria tersebut yaitu 4 perusahaan emiten farmasi yaitu

PT. Kalbe Farma Tbk (KLBF), PT. Kimia Farma Tbk (KAEF), PT. Darya-Varia Laboratoria Tbk (DVLA), dan PT. Pyridam Farma Tbk (PYFA).

Pengumpulan data dalam penelitian ini berupa mengumpulkan laporan keuangan perusahaan pada periode 2013-2020 yang bisa didapatkan melalui situs BEI (www.idx.co.id) dan *official website* masing – masing perusahaan. Data historis tersebut dirata – rata dan dihitung persentasenya sebagai data acuan untuk proyeksi selama 5 (lima) tahun ke depan yaitu pada periode 2021 s.d 2025. Data – data yang diambil berupa data penjualan (*revenue*), *operating expense*, EBIT, biaya depresiasi dan amortisasi, belanja modal (*capital expenditure*), biaya pajak, dan modal kerja bersih (*net working capital*).

3. Hasil dan Pembahasan

3.1 Hasil

PT. Kimia Farma Tbk. (KAEF)

Sebelum melakukan valuasi saham, langkah pertama yaitu mengumpulkan data historis dari laporan keuangan perusahaan selama periode 2013-2020, di mana dilakukan perhitungan rata – rata dalam bentuk persentase untuk dijadikan acuan untuk proyeksi tahun 2021-2025. Data historis saham KAEF disajikan pada Tabel 1, proyeksi FCFE perusahaan tahun 2021-2025 disajikan pada Tabel 2 dengan WACC sebesar 8,348% dan hasil perhitungan valuasi saham dengan jumlah harga saham beredar sebesar 5.554.000.000 lembar disajikan pada Tabel 3.

Tabel 1. Data Historis Laporan Keuangan KAEF Tahun 2013-2020 (Juta Rupiah)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Average
Revenue	4.348.074	4.521.024	4.860.371	5.811.503	6.127.479	7.454.115	9.400.535	10.006.173	13,392%
Growth	16,438%	3,978%	7,506%	19,569%	5,437%	21,651%	26,112%	6,443%	
Total Op. Exp	4.054.048	4.178.544	4.486.042	5.368.679	5.591.818	6.689.097	8.898.880	9.353.149	92,434%
EBIT	294.026	342.481	374.329	442.824	535.661	765.017	501.656	653.024	7,566%
Depresiasi	30.963	39.333	48.374	52.554	64.286	102.784	67.979	241.946	1,131%
Capex	89.030	102.413	146.205	370.185	751.823	1.010.690	774.407	544.486	6,65%
WC	672.077	614.056	553.622	564.292	305.396	(146.274)	(861.998)	(1.156.052)	
ΔWC	113.504	(58.021)	(60.434)	10.670	(258.896)	(451.670)	(715.724)	(294.054)	-29,131%

Tabel 2. Proyeksi FCFE KAEF Tahun 2021-2025 (Juta Rupiah)

Skenario	2021	2022	2023	2024	TV	Enterprise Value	Equity Value
Optimis, g: 17,343%	306.432	359.576	421.937	495.113	18.266.120	14.534.428	12.403.155
Moderat, g: 13,392%	296.113	335.767	380.732	431.718	15.927.310	12.729.134	10.597.861
Pesimis, g: 5,489%	275.476	290.597	306.548	323.374	11.930.188	9.634.265	7.502.992

Tabel 3. Hasil Valuasi Saham KAEF

DCF-FCFF						
Skenario	Nilai Intrinsik	Harga Saham di Pasar (4 Januari 2021)			Kondisi	
Optimis	2.233	4.340			Overvalued	
Moderat	1.908				Overvalued	
Pesimis	1.351				Overvalued	
RV-PER						
Skenario	PER	Min (IDX Annual 2020)	Average (IDX Annual 2020)	Max (IDX Annual 2020)	Dalam Rentang? (Ya/Tidak)	
Optimis	22,60	(496)	43,93	476	Ya	
Moderat	19,99				Ya	
Pesimis	15,21				Ya	
RV-PBV						
Skenario	PBV	Min (IDX Annual 2020)	Average (IDX Annual 2020)	Max (IDX Annual 2020)	Dalam Rentang? (Ya/Tidak)	
Optimis	1,75	0,13	4,932	25,7	Ya	
Moderat	1,49				Ya	
Pesimis	1,06				Ya	

PT. Kalbe Farma Tbk. (KLBF)

Dalam melakukan valuasi saham, langkah pertama yang perlu dilakukan yaitu menganalisis data historis laporan keuangan perusahaan tahun 2013-2020 yang kemudian dipersentasekan untuk dijadikan dasar proyeksi tahun 2021-2025. Data historis saham KLBF disajikan pada Tabel 4, proyeksi FCFF perusahaan tahun 2021-2025 disajikan pada Tabel 5 dengan WACC sebesar 7,813% dan hasil perhitungan valuasi saham dengan jumlah harga saham berederar sebesar 46.875.122.110 lembar disajikan pada Tabel 6.

Tabel 4. Data Historis Laporan Keuangan KLBF Tahun 2013-2020 (Juta Rupiah)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Average
Revenue	16.002.131	17.368.533	17.887.464	19.374.231	20.182.120	21.074.306	22.633.476	23.112.655	6,912%
Growth	17,349%	8,539%	2,988%	8,312%	4,170%	4,421%	7,398%	2,117%	
Total Op. Exp	13.473.123	14.613.554	15.223.342	16.383.119	17.023.150	17.861.281	19.333.512	19.568.700	84,65%
EBIT	2.529.008	2.754.978	2.664.123	2.991.112	3.158.970	3.213.025	3.299.964	3.543.955	15,351%
Depresiasi	255.399	308.234	351.148	397.069	403.190	426.008	462.704	597.307	2,004%
Capex	993.929	750.706	903.743	1.039.051	1.163.835	1.307.327	1.733.323	926.997	5,573%
WC	3.430.360	3.840.276	3.665.821	4.373.292	5.036.523	5.237.045	5.624.414	4.839.441	
ΔWC	739.636	409.916	(174.454)	707.471	663.230	200.522	387.369	(784.973)	1,526%

Tabel 5. Proyeksi FCFF KLBF Tahun 2021-2025 (Juta Rupiah)

Skenario	2021	2022	2023	2024	TV	Enterprise Value	Equity Value
Optimis, g: 7,623%	1.596.308	1.717.994	1.848.956	1.989.901	90.304.963	72.744.153	77.014.767
Moderat, g: 6,912%	1.585.757	1.695.359	1.812.536	1.937.812	87.941.080	70.897.701	75.168.315
Pesimis, g: 5,489%	1.564.656	1.650.540	1.741.138	1.836.709	83.352.841	67.311.877	71.582.491

Tabel 6. Hasil Valuasi Saham KLBF

DCF-FCFF						
Skenario	Nilai Intrinsik	Harga Saham di Pasar (4 Januari 2021)			Kondisi	
Optimis	1.643	1.475			Undervalued	
Moderat	1.604				Undervalued	
Pesimis	1.527				Undervalued	
RV-PER						
Skenario	PER	Min (IDX Annual 2020)	Average (IDX Annual 2020)	Max (IDX Annual 2020)	Dalam Rentang? (Ya/Tidak)	
Optimis	29,73	(496)	43,93	476	Ya	
Moderat	29,21				Ya	
Pesimis	28,19				Ya	
RV-PBV						
Skenario	PBV	Min (IDX Annual 2020)	Average (IDX Annual 2020)	Max (IDX Annual 2020)	Dalam Rentang? (Ya/Tidak)	
Optimis	4,21	0,13	4,932	25,7	Ya	
Moderat	4,11				Ya	
Pesimis	3,92				Ya	

PT. Darya-Varia Laboratoria Tbk. (DVLA)

Langkah pertama sebelum melakukan valuasi saham yaitu menganalisis data historis laporan keuangan perusahaan tahun 2013-2020 untuk dijadikan sebagai dasar proyeksi tahun 2021-2025. Data historis saham DVLA disajikan pada Tabel 7, proyeksi FCFF perusahaan tahun 2021-2025 disajikan pada Tabel 8 dengan WACC sebesar 6,196% dan hasil perhitungan valuasi saham dengan jumlah harga saham berederar sebesar 1.120.000.000 lembar disajikan pada Tabel 9.

Tabel 7. Data Historis Laporan Keuangan DVLA Tahun 2013-2020 (Juta Rupiah)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Average
Revenue	1.101.684	1.103.822	1.306.098	1.451.357	1.575.647	1.699.657	1.813.020	1.829.700	6,873%
Growth	1,315%	0,194%	18,325%	11,122%	8,564%	7,870%	6,670%	0,920%	

Total Op. Exp	934.605	1.009.351	1.179.360	1.247.724	1.355.681	1.432.348	1.516.397	1.618.983	86,87%
EBIT	167.079	94.471	126.738	203.632	219.966	267.310	296.624	210.716	13,128%
Depresiasi	32.411	35.753	38.694	40.370	46.795	49.748	53.931	59.564	3,007%
Capex	54.936	60.593	32.201	195.963	38.397	45.488	58.955	62.807	4,780%
WC	391.286	442.803	353.820	354.089	324.303	527.546	549.554	649.102	
ΔWC	39.334	51.516	(88.982)	269	(29.786)	203.244	22.007	99.548	2,271%

Tabel 8. Proyeksi FCFF DVLA Tahun 2021-2025 (Juta Rupiah)

Skenario	2021	2022	2023	2024	TV	Enterprise Value	Equity Value
Optimis, g: 7,564%	89.604	96.382	103.672	111.515	16.648.692	13.434.533	13.629.829
Moderat, g: 6,873%	89.028	95.146	101.685	108.673	16.224.530	13.095.493	13.290.790
Pesimis, g: 5,489%	87.875	92.699	97.787	103.154	15.400.571	12.436.785	12.632.081

Tabel 9. Hasil Valuasi Saham DVLA

DCF-FCFF					
Skenario	Nilai Intrinsik	Harga Saham di Pasar (4 Januari 2021)			Kondisi
Optimis	12.169	2.500			Undervalued
Moderat	11.867				Undervalued
Pesimis	11.279				Undervalued
RV-PER					
Skenario	PER	Min (IDX Annual 2020)	Average (IDX Annual 2020)	Max (IDX Annual 2020)	Dalam Rentang? (Ya/Tidak)
Optimis	105,21	(496)	43,93	476	Ya
Moderat	103,26				Ya
Pesimis	99,43				Ya
RV-PBV					
Skenario	PBV	Min (IDX Annual 2020)	Average (IDX Annual 2020)	Max (IDX Annual 2020)	Dalam Rentang? (Ya/Tidak)
Optimis	10,28	0,13	4,932	25,7	Ya
Moderat	10,02				Ya
Pesimis	9,52				Ya

PT. Pyridam Farma Tbk. (PYFA)

Melakukan valuasi saham perusahaan menggunakan metode DCF-FCFF dan *relative valuation* dibutuhkan data historis laporan keuangan perusahaan tahun 2013-2020 dalam bentuk persentase, kemudian dijadikan dasar untuk proyeksi selama tahun 2021-2025. Data historis saham PYFA disajikan pada Tabel 10, proyeksi FCFF perusahaan tahun 2021-2025 disajikan pada Tabel 11 dengan WACC sebesar 7,941% dan hasil perhitungan valuasi saham dengan jumlah harga saham berederar sebesar 46.875.122.110 lembar disajikan pada Tabel 12.

Tabel 10. Data Historis Laporan Keuangan PYFA Tahun 2013-2020 (Juta Rupiah)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Average
Revenue	192.556	222.302	217.844	216.952	223.002	250.446	247.115	277.398	6,001%
Growth	8,954%	15,448%	-2,006%	-0,410%	2,789%	12,306%	-1,330%	12,255%	
Total Op. Exp	180.070	211.999	206.983	206.432	210.940	235.937	231.834	245.254	93,76%
EBIT	12.486	10.303	10.861	10.519	12.063	14.508	15.281	32.144	6,241%
Depresiasi	7.999	10.849	10.015	9.181	8.616	7.301	7.446	8.282	3,830%
Capex	13.081	3.515	1.996	2.578	3.304	20.444	3.235	7.695	3,026%
WC	27.629	35.102	39.811	49.119	57.106	58.638	66.385	80.995	
ΔWC	(14.753)	7.473	4.709	9.308	7.987	1.532	7.747	14.610	1,843%

Tabel 11. Proyeksi FCFF PYFA Tahun 2021-2025 (Juta Rupiah)

Skenario	2021	2022	2023	2024	TV	Enterprise Value	Equity Value
Optimis, g: 6,257%	10.734	11.405	12.119	12.877	553.959	446.920	442.511
Moderat, g: 6,001%	10.708	11.350	12.032	12.754	548.641	442.771	438.361
Pesimis, g: 5,489%	10.656	11.241	11.858	12.509	538.119	434.560	430.151

Tabel 12. Hasil Valuasi Saham PYFA

DCF-FCFF					
Skenario	Nilai Intrinsik	Harga Saham di Pasar (4 Januari 2021)			Kondisi
Optimis	827	980			Overvalued
Moderat	819				Overvalued
Pesimis	804				Overvalued
RV-PER					
Skenario	PER	Min (IDX Annual 2020)	Average (IDX Annual 2020)	Max (IDX Annual 2020)	Dalam Rentang? (Ya/Tidak)
Optimis	39,24	(496)	43,93	476	Ya
Moderat	38,97				Ya
Pesimis	38,42				Ya
RV-PBV					
Skenario	PBV	Min (IDX Annual 2020)	Average (IDX Annual 2020)	Max (IDX Annual 2020)	Dalam Rentang? (Ya/Tidak)
Optimis	2,81	0,13	4,932	25,7	Ya
Moderat	2,78				Ya
Pesimis	2,73				Ya

3.2 Pembahasan

Dapat diketahui saham KAEF mengalami kondisi overvalued pada semua skenario, di mana harga saham yang ada di pasar pada tanggal 4 Januari 2021 (Rp 4.340) lebih tinggi dibandingkan hasil perhitungan nilai intrinsiknya. Harga saham yang ada di pasar dipengaruhi dengan adanya sentimen vaksin covid-19 yang dibagikan secara gratis oleh pemerintah melalui KAEF maka membuat harga saham KAEF pada tanggal 4 Januari 2021 lebih tinggi dibandingkan tahun – tahun sebelumnya. Kemudian apabila dilihat dari hasil perhitungan relative valuation, nilai PER dan PBV KAEF masih berada pada range industri dan lebih rendah dari rata – rata PER dan PBV industri. Dari nilai PER pada Tabel 4 tersebut dapat dilihat juga bahwa saham KAEF memiliki waktu yang lebih panjang bagi investor untuk mendapatkan modal kembali. Secara keseluruhan saham KAEF mengalami overvalued sebesar 57,817%, sehingga dapat direkomendasikan kepada investor untuk dijual.

Sementara saham KLBF mengalami kondisi undervalued pada semua skenario, di mana harga saham yang ada di pasar pada tanggal 4 Januari 2021 (Rp1.475) lebih rendah dibandingkan hasil perhitungan nilai intrinsiknya. Hal tersebut sejalan dengan proyeksi pertumbuhan revenue perusahaan, yaitu positif 7,623% di skenario optimis, positif 6,912% di skenario moderat dan positif 5,489% di skenario pesimis. Kemudian dari hasil perhitungan relative valuation, nilai PER dan PBV KLBF masih berada pada range industri dan lebih rendah dari rata – rata PER dan PBV industrinya. Dari hasil perhitungan tersebut menggambarkan saham KLBF relatif murah dibandingkan saham – saham kompetitornya. Secara keseluruhan saham KLBF mengalami undervalued sebesar 7,879%, sehingga saham KLBF dapat direkomendasikan kepada investor untuk dibeli.

Selanjutnya saham DVLA mengalami kondisi undervalued pada semua skenario, di mana harga saham yang ada di pasar pada tanggal 4 Januari 2021 (Rp 2.500) lebih rendah dibandingkan dengan nilai intrinsiknya. Namun apabila dilihat dari hasil perhitungan relative valuation, saham DVLA secara sektoral dianggap memiliki harga saham yang lebih tinggi dibandingkan saham – saham kompetitornya. Hal tersebut dikarenakan nilai PER dan PBV nya jauh berada di atas rata – rata PER dan PBV industri. Dengan memiliki nilai PER dan PBV yang lebih tinggi, saham DVLA dapat memberikan gambaran kepada investor mengenai potensi jangka panjang pada prospek fundamental perusahaan. Secara keseluruhan saham DVLA mengalami undervalued sebesar 370,865%, sehingga saham DVLA dapat direkomendasikan kepada investor untuk dibeli. Sementara bagi perusahaan, apabila menginginkan nilai PER yang rendah sebaiknya perusahaan dapat meningkatkan laba per saham dari sahamnya.

Lalu untuk saham PYFA mengalami kondisi overvalued pada semua skenario, di mana harga saham yang ada di pasar pada tanggal 4 Januari 2021 (Rp 980) lebih tinggi dibandingkan dengan nilai intrinsiknya. Seperti halnya saham KAEF, saham PYFA juga dipengaruhi dengan adanya sentimen yang berkaitan dengan covid-19, sehingga

harga saham saat ini lebih tinggi dari tahun – tahun sebelumnya. Kemudian dari hasil perhitungan relative valuation, saham PYFA memiliki nilai PER dan PBV yang berada pada range industri dan lebih rendah dari rata – rata PER dan PBV industrinya. Hal tersebut membuktikan bahwa dengan naiknya harga saham PYFA yang ada di pasar membuat keuntungan yang akan didapatkan oleh investor per setiap lembarnya sahamnya semakin tinggi. Sehingga secara keseluruhan, saham PYFA mengalami overvalued sebesar 16,662% dan dapat direkomendasikan kepada investor untuk dijual untuk merealisasikan keuntungan.

4. Kesimpulan

Penelitian ini memberikan nilai valuasi yang berbeda dengan asumsi pertumbuhan yang berbeda, dari keempat perusahaan yang menjadi objek penelitian ini yaitu KAEF, KLBF, DVLA dan PYFA memberikan hasil perhitungan DCF-FCFF yang sepenuhnya valid dan menggambarkan bahwa metode DCF-FCFF dapat diandalkan dan sesuai. Hal tersebut sejalan dengan hasil penelitian Ivanovska et al.^[6] pada tahun 2014, di mana DCF merupakan salah satu metode yang reliable dan tepat untuk digunakan dalam melakukan valuasi saham, karena metode ini akan menghasilkan nilai wajar yang mendekati harga saham yang ada di pasar sesuai dengan aspek fundamental yang dimiliki oleh suatu perusahaan. Kemudian, hasil perhitungan relative valuation membantu mevalidasikan hasil perhitungan DCF-FCFF, di mana nilai PER dan PBV pada masing – masing perusahaan masih berada pada range industri (idx annual 2020). Rekomendasi yang dapat diberikan kepada investor yaitu membeli saham KLBF dan DVLA, menjual atau segera merealisasikan keuntungan dari saham KAEF dan PYFA.

REFERENSI

Ariana, L., Maulana, I., Hartiningsih, Alamsyah, P., & Prihadyanti, D. (2015). *Technological Catch-up Industri Farmasi Indonesia*. LIPI Press.

- [1] BPS. (2013). *Laporan Perekonomian Indonesia 2013*. Jakarta: Badan Pusat Statistik.
- [2] Damodaran, A. (2006). *Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance*, 2nd Edition (Second). Wiley Finance.
- [3] DetikFinance. (2010. 20 Mei). Sri Mulyani: Krisis Eropa Ancaman Ekonomi RI di 2011. DetikFinance [online]. Tersedia: <https://finance.detik.com/berita-ekonomi-bisnis/d-1360783/sri-mulyani-krisis-eropa-ancaman-ekonomi-ri-di-2011> [12 Februari 2021]
- [4] Hendrawan, R., Rijikan, ., & Tugiman, H. (2020). Stock Valuations in Cement Companies: Evidence from Indonesia Stock Exchange. May, 45–54. <https://doi.org/10.5220/0008427400450054>
- [5] Ivanovska, N., Ivanovski, Z., & Narasnov, Z. (2014). Fundamental Analysis and Discounted Free Cash Flow Valuation of Stocks At Macedonian Stock Exchange. *UTMS Journal of Economics*, 5(1), 11–24.
- [6] Jeletic, T. (2012). Cash Flow and Company Valuation Analysis : Practical Approach To Ina Plc , the Biggest Croatian Oil Company. *International Journal of Arts & Sciences*, 5(7), 6934.
- [7] Natalia, D., E.R, C. W., & Yulita, I. K. (2019). Stock Valuation Analysis Using The Dividend Discount Model, Price Earning Ratio And Price To Book Value For Investmen Decisions. *Jurnal Ilmiah Manajemen*, 7(3), 276–285.
- [8] Neaxie, L. V., & Hendrawan, R. (2018). Telecommunication Company Share Valuation Using Discounted Cash Flow and Relative Valuation Method Listed in Indonesia Stock Exchange for Forecast. *International Journal of Science and Research (IJSR)*, 7(4). <https://doi.org/https://doi.org/10.21275/ART20181927>
- [9] Rifqiawan, R. A. (2014). Pengaruh Profitabilitas dan Kapitalisasi Pasar terhadap Nilai Emiten Jakarta Islamic Index. *Jurnal Ekonomi Islam*, 6(2), 21–36.
- [10] Suryanto. (2016). Stock Valuation By Using Price Earning Ratio (Per) in Stock Index Lq45. *AdBispreneur*, 1(2), 137–144. <https://doi.org/10.24198/adbispreneur.v1i2.10236>
- [11] Thertina. Martha Ruth. (2020. 23 April). Krisis Bahan Baku Impor Hantui Industri Farmasi. Katadata [online]. Tersedia: <https://katadata.co.id/marthathertina/Indepth/5ea13319a3dc9/krisis-bahan-baku-impor-hantui-industri-farmasi>. [28 Oktober 2020]
- [12] Utamaningsih, A. (2020). Valuation of Bumn Construction Company Stock Prices At the Time of a Bullish At the Indonesian Stock Exchange. *Jurnal Aplikasi Manajemen*, 18(3), 511–521. <https://doi.org/10.21776/ub.jam.2020.018.03.11>
- [13] Yulfita, U. (2013). Penilaian Harga Saham Sektor Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia (Periode 2009 - 2011). *Jurnal Riset Ekonomi, Manajemen, Bisnis Dan Akuntansi (EMBA)*, 1(3), 1089–1099. <https://doi.org/10.35794/emba.v1i3.2319>